



QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE ET INTRODUCTION DES SOCIÉTÉS SUR LE NOUVEAU MARCHÉ : ENJEUX ET PROPOSITION D'UN CADRE D'ANALYSE

Patrick BOISSELIER
Maître de conférences en gestion
Chercheur au CRIFP

IUT de Nice

41, bd. Napoléon III
06041 Nice Cedex
boisseli@unice.fr

Sameh MEKAOU
Doctorante à l'IAE de Nice
Chercheuse au CRIFP
Assistante contractuelle à l'ISCAE de Tunis
ISCAE
Campus universitaire de la Manouba
La Manouba 2010
Tunis
smekaoui@voila.fr

L'introduction d'une société sur le marché financier se traduit presque systématiquement par un prix d'offre inférieur au cours du premier jour. Cette sous-évaluation est essentiellement due à une asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes. Dans le contexte spécifique du Nouveau Marché, la communication financière a tenu un rôle particulièrement important, dû à la nature des informations financières livrées par les sociétés. En effet, peu d'entreprises possédaient d'historique long permettant aux investisseurs d'évaluer leur situation financière et leur potentiel de développement. On peut donc supposer que, meilleure et plus riche aura été l'information délivrée, la plus faible aura été la sous-évaluation.

Cette communication a pour objet de présenter un cadre d'analyse permettant de mesurer la qualité de l'information diffusée préalablement à l'introduction. Après avoir présenté les développements théoriques et empiriques sous-jacents à l'association entre la sous-évaluation et la communication financière, nous proposons un outil de mesure conçu sur la base d'un indice de divulgation couramment appliqué dans les rapports annuels, mais adapté aux prospectus d'introduction. Ce travail préliminaire s'appuie sur une analyse du contenu des notices d'introduction, permettant de présenter quelques résultats de statistique descriptive et démontrer l'intérêt d'un tel indice.

1. Introduction

L'introduction d'une entreprise sur le marché financier représente plus qu'une simple opération financière : c'est une étape qui exige une réorganisation sur tous les plans. L'adoption d'une stratégie de communication financière adaptée aux contraintes des marchés est perçue comme l'une des principales contraintes à laquelle elle doit faire face. De fait, avec l'ouverture du capital, les cibles de l'information financière sont multipliées et l'exigence en matière de transparence est la seule garantie de satisfaction des destinataires. Compte tenu des fortes asymétries d'information financière qui accompagnent généralement les introductions en bourse (Ibbotson, 1975 ; Allen et Faulhaber, 1989 ; Welch, 1989), les managers doivent donc s'efforcer de mettre à la disposition des investisseurs une panoplie d'informations, permettant d'atténuer l'incertitude entourant l'opération. Ainsi, ces derniers peuvent se forger une opinion sur la valeur de l'entreprise et apprécier corollairement le prix des actions offertes. Malgré cela et dans la grande majorité des cas, on observe que le marché a tendance à proposer plus que le prix d'offre de l'action défini par l'émetteur et la banque introductrice. Cette sous-évaluation, considérée comme une anomalie dans le fonctionnement des marchés a donné lieu, depuis les travaux précurseurs d'Ibbotson (1975), à une littérature abondante et a été confirmée sur diverses places financières avec de plus ou moins grandes disparités (Loughran, Ritter et Rudqvist, 1994).

Les développements théoriques et empiriques pour expliquer ce phénomène se sont essentiellement focalisés sur l'existence de différentes caractéristiques liées à l'entreprise (composition du capital avant l'émission, taille ou âge de l'entreprise...), l'introduction proprement dite (nombre des titres, prix d'émission, notoriété de l'intermédiaire financier, procédure d'émission...) ou encore les conditions de marché prévalant au moment de l'émission. Peu d'investigations à notre connaissance, ont été effectuées sur l'association de la sous-évaluation à la politique de communication financière des entreprises candidates à l'introduction. De même, il ne semble pas que le courant de recherche sur l'évaluation de la transparence informationnelle à partir d'un indice de divulgation (Chow et Wong-Boren, 1987 ; Botosan, 1997 ; Bertrand, 2000) ait été exploité pour appréhender l'impact des communications financières, préalablement à leur introduction. De notre point de vue, l'utilisation d'un tel indice dans le contexte des introductions en bourse pourrait favoriser une

appréciation plus fiable de la transparence informationnelle et apporter plus de rigueur dans l'évaluation de la sous-évaluation.

Appliqué couramment au rapport annuel dans les études antérieures, nous nous proposons donc d'appliquer l'indice de divulgation au prospectus d'introduction, principal support de la communication financière au moment de l'introduction en bourse. De fait, la consultation de plusieurs prospectus révèle que leur contenu varie d'une entreprise à l'autre : les sociétés candidates à l'introduction semblent privilégier la publication de certaines informations au détriment d'autres. Il apparaît évident que le respect des textes et la nécessaire transparence se heurtent parfois à la légitime confidentialité des opérations et la diffusion de l'information financière est souvent perçue comme une contrainte ou à tout le moins, comme un exercice délicat. Les entreprises font alors montre de plus ou moins de bonne volonté dans la divulgation des informations, se contentant quelquefois de se conformer aux prescriptions de l'AMF *a minima*. L'utilisation d'un indice de divulgation semble donc approprié, dans la mesure où il permettrait de mesurer s'il existe des différences notables de comportement entre les sociétés. L'objectif de ce travail est donc d'examiner les pratiques de communication financière des sociétés candidates à l'introduction en bourse, à partir d'une analyse détaillée du contenu de leurs prospectus, puis de mesurer l'impact éventuel de cette communication sur la sous-évaluation. Plus précisément, nous chercherons à vérifier que les entreprises candidates à l'introduction qui divulguent plus d'information sur leur activité comparativement aux autres, bénéficient d'une plus faible sous-évaluation. Dans cette perspective, après avoir déterminé l'indice de divulgation, celui-ci sera appliqué à 38 prospectus d'introduction, relatifs à des introductions en bourse effectuées sur le Nouveau marché durant l'année 2000.

Dans la section suivante, nous présentons la revue de la littérature. La méthodologie et les données sont détaillées en section 3. Les résultats sont exposés dans la quatrième section. Enfin, nous synthétisons nos principaux résultats et concluons dans une cinquième section.

2. Revue de la littérature

L'appréhension de la transparence informationnelle des entreprises candidates à l'introduction est l'objet d'une abondante littérature sur l'association entre la communication financière et le coût du capital. Nous présentons d'abord, les arguments qui militent en faveur d'une telle

association avant de faire le point sur les recherches concernant l'impact des divulgations financières sur la sous-évaluation. Par ailleurs, l'utilisation d'un indice de divulgation exige de présenter un aperçu sur sa place dans la recherche comptable, ce qui fait l'objet du troisième développement de cette partie.

2.1. Communication financière, liquidité et coût du capital

Les conséquences économiques des divulgations financières représentent l'un des thèmes fréquemment abordés dans la littérature sur la politique de communication financière des entreprises. Sur ce point, plusieurs études ont révélé une corrélation négative entre les divulgations financières et le coût du capital. En effet, l'accroissement des divulgations contribue à réduire l'asymétrie d'information entre les managers et les investisseurs et partant, la diminution du coût de capital.

Ces études s'inscrivent dans deux courants de recherches. Le premier postule que les investisseurs exigent une prime de risque compensant le risque d'évaluation erronée du rendement des actifs ou de la distribution des bénéfices. Au point où l'accroissement des divulgations atténue le risque d'évaluation, la prime de risque ainsi réduite, diminue à son tour le coût du capital (Merton 1987, Handa et Lin 1993). Le second courant de recherche soutient une relation inverse entre les divulgations financières et le coût du capital à travers la notion de liquidité des actions. De fait, une faible asymétrie d'information est de nature à renforcer la liquidité du marché des titres, réduisant ainsi le coût du capital à travers la diminution des coûts de transaction ou l'accroissement de la demande des actions (Amihud et Mendelson 1986 ; Diamond et Verrecchia 1991).

Les premières études portant sur l'impact des divulgations financières sur le coût du capital ont appréhendé l'importance des divulgations pour les entreprises cotées. Ainsi, Leland et Pyle (1977), recommandent la divulgation d'informations publiques, afin de rendre les anticipations des investisseurs plus homogènes et réduire toute éventuelle spéculation de la part des acteurs les plus informés. Pour arriver à cette conclusion, les deux auteurs testent l'hypothèse que les managers étant mieux informés que les investisseurs, ils doivent convaincre ces derniers de l'adéquation du prix de vente des titres.

Myers et Majluf (1984) considèrent le cas des entreprises émettant des actions pour financer une opportunité d'investissement. Les managers sont supposés mieux informés sur la valeur

de l'entreprise que les investisseurs potentiels. De ce fait et préalablement à une offre de titres, les dirigeants tendent à communiquer plus d'informations. Cette démarche vise à réduire l'asymétrie informationnelle et permettre aux investisseurs d'ajuster leurs distributions de probabilités subjectives. La demande des titres augmentant, les titres deviennent plus liquides.

Diamond et Verrechia (1991) quant à eux, établissent une relation entre le coût du capital de la firme, la liquidité de ses titres et sa stratégie de communication financière. Ils considèrent un marché composé de teneurs de marché averses au risque et d'investisseurs institutionnels neutres au risque. La caractéristique des investisseurs institutionnels est qu'ils sont capables de prendre des positions très importantes sur un titre. Dans cette perspective, ils sont particulièrement sensibles à la liquidité future des titres dans lesquels ils investissent. Les firmes cherchent à attirer cette catégorie d'investisseurs, en particulier lorsqu'elles sont de grande taille. Diamond et Verrechia (*ibid.*) montrent alors, qu'une firme a intérêt à diffuser des informations privées de manière à réduire le risque des teneurs et ainsi, à améliorer la liquidité de son titre. Il en résulte de fait, un accroissement de la demande de titres émanant des investisseurs institutionnels, ce qui provoque une hausse du cours de la firme émettrice et donc une diminution de son coût du capital. De même, Fishman et Hagerty (1989) démontrent que l'accroissement du nombre d'informations publiées permet d'augmenter le nombre d'investisseurs potentiels, lors d'une émission de titres nouveaux. Ceci engendre une demande accrue des titres et une plus grande liquidité.

Pour Botosan (1997), les recherches antérieures n'ont examiné que l'impact de la divulgation sur des variables sensées être liées positivement au coût de capital. Ces recherches ont adopté une approche indirecte, car l'estimation du coût de capital était difficile à obtenir. Pour cette raison, Botosan a examiné l'association entre le coût du capital et le niveau de divulgation pour 122 entreprises manufacturières, en régressant le coût du capital estimé à partir de la formule d'évaluation comptable développée dans le modèle d'Ohlson (1995), sur le risque du marché β (estimé à partir du modèle de marché), la taille de l'entreprise (estimé par la valeur du marché) et le niveau de divulgation (estimé par un indice de divulgation). Deux hypothèses ont été postulées. La première prévoit une association négative entre le niveau de divulgation et le coût du capital. La seconde postule que l'association négative entre le niveau de divulgation et le coût du capital est d'autant plus soutenue que l'entreprise ne fait pas l'objet d'un suivi régulier des analystes financiers¹. Seule cette seconde hypothèse a été validée.

¹ Notons que ces conclusions ont été déjà suggérées par le comité Jenkins en 1994. (Comité formé par l'AICPA en 1991 et dont la mission était d'étudier la nature et l'étendue des informations publiées par les entreprises

L'étude de Botosan a par la suite été confirmée en Suisse par Hail (2002). Mais, des résultats contradictoires ont été ensuite avancés par Botosan et Plumlee (2002) qui n'ont trouvé aucune association entre le coût du capital et le niveau de divulgation, évalué par à partir d'un score de notation fourni par l'AIMR². Cela étant, en décomposant le score total en scores secondaires attribués selon le support de communication utilisé, les deux auteurs montrent que le coût du capital est négativement corrélé avec les scores calculés à partir du rapport annuel, alors qu'il est positivement associé avec le score calculé à partir d'autres sources de communication (états financiers trimestriels, communiqués de presse...).

2.2. Communication financière et sous-évaluation des titres à l'introduction

D'après Ritter et Welch (2002, p. 1786), « toutes les théories de la sous-évaluation fondées sur l'asymétrie informationnelle partagent la prévision que la sous-évaluation est positivement associée au degré de l'asymétrie informationnelle. ». Healy et Palepu (2001) argumentent ainsi, que les divulgations sont perçues comme un mécanisme efficace d'atténuation de l'asymétrie informationnelle et des problèmes d'agence qui caractérisent la relation entre les managers et les investisseurs. De même et s'agissant du contexte particulier des introductions en bourse, Core (2001, p.447) note que « si l'asymétrie informationnelle affecte les rendements attendus, les choix des divulgations peuvent avoir un effet économique de premier ordre par la réduction de l'asymétrie informationnelle et la diminution des taux de remise de fonds propres des entreprises ». Nous commencerons par exposer le problème posé par l'asymétrie informationnelle, avant d'aborder celui de la divulgation d'information destinée à la réduire.

2.2.1. L'introduction en bourse : un contexte spécifique à l'asymétrie informationnelle

Au moment de l'introduction en bourse, l'inégalité de l'information diffusée sur les entreprises candidates est à l'origine de différentes asymétries informationnelles caractérisant les interactions entre les parties prenantes à l'introduction. Les premiers travaux sont ceux privilégiant l'asymétrie informationnelle entre entreprise et investisseurs, dont l'origine est imputée principalement au problème de sélection adverse. Autrement dit, les investisseurs étant incapables d'évaluer correctement la qualité des candidats à partir des informations disponibles, ils risquent donc de réaliser de mauvais placements. S'intégrant dans cette logique, les modèles proposés par Ibbotson (1975), Allen et Faulhaber (1989), Welch (1989)

américaines).

² Association for Investment Management and Research

et Grinblatt et Hwang (1989) reposent sur la même hypothèse, selon laquelle l'asymétrie informationnelle dominante est celle qui existe entre investisseurs et dirigeants. Ces derniers détiennent des informations privilégiées sur les perspectives de leur entreprise et considèrent la sous-évaluation comme un acte délibéré visant la recherche de conditions de financement plus avantageuses lors d'émissions ultérieures.

Une autre catégorie d'asymétrie est celle initiée par Baron (1982), qui considère comme prépondérante l'asymétrie d'information entre le banquier introducteur et la firme candidate. Ne disposant pas d'informations sur la demande du marché, les dirigeants vont chercher à déléguer au banquier la responsabilité de fixer le prix d'émission. La sous-évaluation est alors perçue comme le prix à payer aux intermédiaires, en échange de leurs services et leur connaissance du marché.

Enfin, le modèle de Rock (1986) postule une asymétrie d'information entre deux types d'investisseurs : les investisseurs informés qui disposent d'une information privilégiée sur la valeur de marché de l'entreprise candidate à l'introduction et les investisseurs non informés. Les premiers vont intervenir uniquement sur les émissions pour lesquelles ils font des anticipations de rentabilité élevée, sur la base d'une information privilégiée. Les investisseurs non informés, confrontés au phénomène de malédiction du vainqueur sont alors doublement pénalisés. Ils se voient attribués la totalité des titres surévalués tandis que leur demande est fortement rationnée pour les titres sous-évalués, du fait de l'intervention massive des investisseurs informés sur ces opérations. La sous-évaluation des titres à l'introduction constitue un moyen de maintenir ces derniers sur le marché.

2.2.2. Transparence informationnelle et réduction de l'asymétrie d'information

Certaines études se sont focalisées autour de l'impact de la transparence informationnelle sur la réduction des coûts liés à la cotation en bourse. Muscarela et Vetsuypens (1989) ont testé l'hypothèse de l'asymétrie informationnelle associée à la sous-évaluation, en effectuant une comparaison entre un échantillon de 74 entreprises introduites en bourse ayant subi précédemment une acquisition à l'aide d'un holding endetté ("*Previous Leverage By Out PLBO*") et un échantillon de contrôle de 1114 entreprises introduites en bourse n'ayant pas subi une telle opération ("*Non-LBO IPO*"). Ils montrent que l'incertitude concernant la valeur des entreprises du premier échantillon est réduite, du fait des informations publiques diffusées à l'occasion de leur acquisition. La sous-évaluation moyenne apparaît être de l'ordre de 2,4 % contre 7,97 % pour l'échantillon de contrôle. Toutefois, bien que l'étude confirme l'hypothèse

de l'asymétrie informationnelle, elle n'apporte pas de réponse sur le point de savoir si l'accroissement de la transparence réduit ou non le coût total de l'introduction en bourse. De fait, il est possible que les différents coûts soient substituables et que la diminution de la sous-évaluation soit compensée par une augmentation d'un ou plusieurs autres coûts de cotation.

Dans ce même ordre d'idées, Ang et Brau (2002) ont analysé l'impact de la transparence informationnelle sur chaque composante du coût total d'introduction, lequel est décomposé en sous-évaluation, rémunération du banquier introducteur, dépenses administratives et commissions de placement. Sur la base d'une comparaison entre un échantillon de 334 *Previous-LBO* et un échantillon de contrôle de 270 *Non-LBO*, les auteurs concluent que la réduction de l'asymétrie informationnelle à travers la diffusion d'informations financières à l'occasion d'une opération d'acquisition à l'aide d'un holding endetté, allège la charge des coûts supportés lors d'une introduction et entre autres, le degré de sous-évaluation.

En se focalisant plus particulièrement sur l'impact des divulgations financières sur la sous-évaluation, Schrand et Verrecchia (2002) ont suivi le comportement de 2 520 introductions en bourse aux Etats-Unis sur la période 1990-1999. Bien que se limitant à la fréquence et à la quantité des divulgations, l'étude a démontré que certaines entreprises procèdent à une publication massive d'information financière durant la période la plus proche de la date d'introduction. Ces dernières affichent alors une faible sous-évaluation par rapport aux entreprises qui s'en abstiennent. De même, les résultats ont démontré que ces entreprises continuent à accroître leurs divulgations après l'introduction en bourse. Ce dernier comportement a été expliqué par les deux auteurs, par la conscience que la sous-évaluation est un coût de capital perdu ("*money left on the table*"). De plus et dans la mesure où elle est positivement associée avec l'asymétrie informationnelle, le renforcement des divulgations devrait perdurer. Relevons toutefois, que l'ensemble de ces études a considéré la transparence informationnelle, uniquement en appréhendant la quantité et non la qualité de la communication financière. Précisons à présent comment se construisent les instruments permettant d'apprécier la transparence financière.

2.3. L'utilisation des indices de divulgation en recherche comptable

Nous présentons d'abord le principe d'utilisation de cet indice, avant d'aborder le cas particulier des introductions.

2.3.1. L'indice de divulgation, mesure de la transparence financière

L'évaluation de la transparence financière des entreprises est un thème de recherche courant en comptabilité financière. La méthodologie habituellement employée se base sur la construction d'un indice de divulgation. Ce dernier est composé d'un ensemble d'items sélectionnés à partir d'une revue de la littérature comptable et financière. Les résultats des enquêtes sur les besoins en information des investisseurs effectuées par les organismes de normalisation comptable sont souvent utilisés par les chercheurs. Ces enquêtes permettent de révéler les attentes des utilisateurs, préciser la nature de leurs besoins et affiner par conséquent, le choix des informations et donc des items jugés fiables et utiles.

L'objectif de ces indices est de mesurer, soit la qualité de l'information, soit l'étendue de la diffusion. Les premières études se focalisant sur la qualité de l'information sont celles effectuées dans le contexte américain. Dans l'étude de Cerf (1961), les items ont été sélectionnés à partir d'une enquête réalisée auprès d'analystes financiers et sur la base de l'analyse de 527 rapports annuels d'entreprises. Cette liste d'items sélectionnés a été également utilisée par Singhvi et Desai (1971) pour apprécier la qualité de diffusion de 100 sociétés cotées sur le NYSE et 55 sociétés non cotées aux Etats-Unis. Dans l'étude récente de Michaïlesco (1998) destinée à évaluer la politique de communication financière de 100 des plus grandes entreprises françaises dans le contexte français, la qualité de l'information financière a été définie quant à elle, à partir des critères de sincérité, de valeur et d'intelligibilité.

S'agissant des études portant sur l'étendue ou le niveau de divulgation, on peut citer l'étude de Cooke (1989). L'auteur a mesuré l'étendue de l'information publiée dans les rapports annuels de 90 parmi les 2 000 premières sociétés suédoises. Pour cela, il a recouru à un indice composé d'items établis à partir d'études antérieures, de recommandations de l'IASC et de propositions faites par deux comités. Dans la même lignée de travaux, on peut citer les études de Cooke (1991) dans le contexte japonais, Raffournier (1995) dans le contexte suisse et Hossain et *al.* (1994) dans le contexte malaisien. Quant au contexte français, une étude récente de Depoers (1999) a porté sur l'analyse empirique du niveau de divulgation de 70 sociétés cotées à la Bourse de Paris, sur la base d'une liste d'items correspondant à des informations considérées comme facultatives par la réglementation comptable.

Il faut noter que dans la majorité des études, les indices de divulgation sont appliqués exclusivement aux rapports annuels des entreprises. Le choix d'un tel document se justifie par la primauté du rapport annuel comme source d'informations des investisseurs professionnels, la cohérence entre les différents supports de communication financière et la facilité d'accès à ce support (Bertrand, 2000). S'agissant de la période d'étude, les investigations mentionnées mesurent la qualité ou l'étendue de l'information en se basant sur une seule année (*i.e.* un seul rapport annuel). Ceci est justifié par la stabilité de la politique de communication des sociétés dans le temps, mise en évidence dans plusieurs études (Healy et *al.*, 1995 ; Welker, 1996 ; Gibbins et *al.*, 1990).

2.3.2. Indice de divulgation et introduction en Bourse

Dans le cadre très spécifique de notre étude, l'indice de divulgation est appliqué au prospectus d'introduction. De fait, l'adaptation de la politique de communication financière aux contraintes légales et aux attentes du marché constitue un enjeu de taille pour les sociétés introduites en bourse. L'information s'inscrit dans un contexte réglementaire strict et se décline sous plusieurs formes qui constituent autant de modes de communication inédits pour ces sociétés : communiqués officiels, réunions avec les analystes financiers, publications au BALO, rapport annuel, document de référence³ et avant tout préalable, la préparation d'un document d'information dénommé prospectus. Ce dernier est considéré dans une certaine mesure, comme le point d'orgue et le support d'information le plus complet : « le prospectus comprend toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux instruments financiers offerts... »⁴. Or, la forte incertitude *ex ante* constituant l'un des obstacles majeurs à la définition d'un juste prix de l'action, cela devrait obliger les managers à fournir un effort informationnel tout particulier dans le prospectus d'introduction pour convaincre les investisseurs externes de la bonne santé de leur entreprise. Compte tenu des développements qui précèdent, on devrait notamment s'attendre à ce que les entreprises qui divulguent une information détaillée et pertinente dans ce document bénéficient d'une sous-évaluation plus faible comparativement aux autres. L'hypothèse principale que nous testerons par conséquent, est la suivante :

³ Le document de référence est un instrument d'information de format standardisé, ayant le même plan que le prospectus d'introduction et soumis au visa de la COB. Sa publication est recommandée, pour les sociétés des Premier et Second Marchés, elle a été rendue obligatoire pour les sociétés du Nouveau Marché. Une fois enregistré, ce document procure à la société l'avantage de réaliser les opérations financières dans les brefs délais. En effet, une fois enregistré, la société n'aura plus à soumettre au visa de la COB qu'une simple note sur l'opération envisagée.

⁴ Règlement n°98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers.

Plus la transparence informationnelle mesurée par l'indice de divulgation est importante durant la période précédant l'introduction en bourse, plus faible sera la sous-évaluation.

Ajouté que ce travail est axé sur le Nouveau Marché, en raison des problèmes spécifiques d'information financière qui lui sont liés. En effet, ce marché est destiné aux jeunes entreprises innovantes à fort potentiel de croissance. Or, la réglementation des années 1996-2001 n'imposant pas de contraintes en matière de chiffre d'affaires ou de rentabilité, l'incertitude a pesé de manière particulièrement importante sur la situation future de ces sociétés. Nous pouvons donc supposer que la communication financière de ces dernières a joué un rôle spécifique dans les données de la sous-évaluation.

3. Caractéristiques de l'échantillon et méthodologie mise en oeuvre

La complexité de construction de l'indice nécessite que soit exposée la méthodologie mise en oeuvre. Auparavant, nous présentons l'échantillon des variables, ainsi que quelques éléments de statistique descriptive afin de mieux le décrire.

3.1. Présentation de l'échantillon et des variables

Comme nous le soulignons, les données ont toutes été extraites de notices d'introduction au Nouveau Marché. Nous nous sommes focalisés sur la période de l'année 2000 qui présente une certaine unité sur le plan des caractéristiques des entreprises. De fait, il s'agit de la période au cours de laquelle les cours ont connu une envolée spectaculaire. Même si la chute a commencé à partir de mars 2000, les prospectus datant au moins de six mois auparavant, ils correspondent bien au sommet de la « bulle financière ». C'est également à cette période que les introductions ont été les plus nombreuses.

Sur les 52 entreprises introduites, l'échantillon retenu en comprend 38 pour lesquels nous avons pu obtenir les prospectus. Nous avons retenu différentes variables aux fins de mesurer la sous-évaluation et la qualité de l'information. Les variables sont définies de la façon suivante : SE est le degré de la sous-évaluation obtenu en ajustant la différence entre le prix d'introduction définitif et le cours de clôture lors du premier jour de cotation par le prix d'introduction (en pourcentage) ; PINTRO est le prix d'introduction définitif fixé par

l'entreprise et le banquier introducteur (en euro) ; TAILOFF est la taille de l'offre égale au produit du nombre total d'actions introduites par le prix d'introduction (en milliers d'euros) ; FLOT est le flottant représente la part de titres mise à la disposition sur le nombre total de titres après l'introduction ; FRACAC est la fraction de titres introduite sur le marché égal au rapport entre le nombre de titres cédés par les actionnaires anciens et le nombre de titres mis à la disposition du public ; CAPRIS est une variable binaire égale à 1 si l'introduction est contrôlée par un capital-investisseur, 0 sinon ; INT est une variable binaire égale à 1 si l'entreprise introduite appartient au secteur internet, 0 sinon ; PROINTRO est une variable binaire égale à 1 si la procédure d'introduction est mixte (augmentation du capital et cession d'actions), 0 sinon ; AGE est l'âge de l'entreprise au moment de l'introduction (en années); TAILLE est le total du passif de l'entreprise avant l'introduction (en milliers d'euros).

3.2. Statistiques descriptives

Afin de caractériser la composition de l'échantillon, nous proposons ci-après, quelques éléments de statistiques descriptives :

<i>Variables</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart type</i>
<i>SE</i>	9,828	0,633	25,026
<i>PINTRO</i>	15,983	13,825	10,428
<i>TAILOFF</i>	27,842	21,276	20,775
<i>FLOT</i>	0,257	0,202	0,152
<i>FRACAC</i>	0,088	0,000	0,151
<i>CAPRIS</i>	0,66	1	0,481
<i>INT</i>	0,53	1	0,506
<i>PROINTRO</i>	0,34	0,000	0,481
<i>AGE</i>	8,08	6,00	6,684
<i>TAILLE</i>	10,860	5,542	16,579

Tableau 3-1 : Statistiques descriptives de l'échantillon

Variables : SE, degré de la sous-évaluation ; PINTRO, prix d'introduction définitif ; TAILOFF, taille de l'offre ; FLOT, flottant ; FRACAC, fraction de titres introduite ; CAPRIS, contrôle par un capital-risqueur ; INT, appartenance au secteur Internet ; PROINTRO, procédure d'introduction mixte ou non ; AGE, âge de l'entreprise au moment de l'introduction ; TAILLE, total du passif de l'entreprise avant l'introduction.

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- la sous-évaluation moyenne de l'échantillon est de 9,828%, le prix d'offre moyen est de 15,983 M€. La taille moyenne de l'offre s'établit autour 28 M€, mais le flottant se situe à 25,7%, soit au-delà du seuil minimal de 20% imposé par Euronext sur le Nouveau Marché. S'agissant de la fraction de titres mise sur le marché : elle est de 8,8% en valeur moyenne sur notre échantillon. Ce taux est supérieur à celui de 6,9% recensé par

Mikkelson et *al.* (1997) sur le marché américain ou en Italie par Pagano et *al.* (1998) qui est de 8%. Cependant près des deux tiers de l'échantillon ne procèdent à aucune cession ;

- 66 % des sociétés introduites sont financées par des capitaux risques, alors que 53 % des sociétés appartiennent au secteur internet⁵. Quant à la procédure d'introduction, uniquement 34 % des introductions sont mixtes, alors que pour le reste, l'introduction a été effectuée uniquement suite à une augmentation du capital ;
- l'âge moyen des sociétés introduites est de 8 ans. Un tel constat n'est pas surprenant sur le principe, puisque le Nouveau Marché a été créé dans cet esprit. Il doit permettre à des sociétés jeunes et innovantes, d'accéder à la cotation boursière, pour la levée de capitaux nécessaires à leur phase de croissance. Sur un échantillon de 85 entreprises introduites sur le Nouveau Marché, Schatt et Broye (2003) soulignent la jeunesse de ces entreprises par rapport à celles du Second Marché (différence de 14 ans). Par ailleurs, les sociétés demandant l'admission à la cote sur le Nouveau Marché ont une taille d'actifs plutôt faible : autour de 11M€.

3.3. La mesure de la transparence informationnelle

La définition d'un indice de divulgation constitue une question fondamentale et complexe à la fois. Nous présentons d'abord les données nécessaires à la construction de cet indice, puis sa méthodologie de construction.

3.3.1. Composantes de l'indice

Les items ont été sélectionnés à partir de la revue de la littérature, ainsi qu'à partir de l'instruction de la COB de décembre 2001 relative aux informations à insérer dans le prospectus. Dans ce cadre, le règlement n° 95-01 traitant de l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau Marché, fixe les modalités relatives à la préparation, au dépôt et à la publication du prospectus. Son contenu se compose de six chapitres :

- 1- Renseignements généraux concernant les responsables du prospectus et les responsables du contrôle des comptes ;
- 2- Renseignements relatifs aux titres émis ;

⁵ La définition des sociétés Internet est celle qui a été utilisée par Boisselier et Dufour (2004), lesquels font appel à deux critères. Le premier est technique (retenir les fournisseurs d'accès, les créateurs et éditeurs de sites, les concepteurs de logiciels *ad hoc*, les sites d'hébergement, les technologies permettant l'accès sur ordinateur, télévision et téléphones mobiles). Le second est financier : il consiste à s'appuyer sur le point de vue des analystes et investisseurs et se référer à certains sites financiers tels que le site Web du Journal du Net.

- 3- Renseignements de caractère général concernant l'émetteur et son capital ;
- 4- Renseignements concernant l'activité de l'émetteur, l'évolution récente et les perspectives d'avenir ;
- 5- Renseignements concernant le patrimoine, la situation financière et les résultats de l'émetteur ;
- 6- Renseignements concernant l'administration, la direction et la surveillance de la société.

La COB fournit un canevas détaillé des informations qui doivent figurer dans chaque chapitre, à travers son instruction de Décembre 2001⁶. Cette dernière insiste sur le fait que « l'information fournie dans le prospectus doit, compte tenu des caractéristiques spécifiques des sociétés destinées à être cotées sur le Nouveau Marché, permettre à tout investisseur de fonder son jugement en disposant des éléments nécessaires à une bonne appréciation ». De fait, les activités des sociétés candidates étant par nature susceptibles d'être fortement novatrices ou très peu connues, la COB exige d'apporter dans le prospectus d'introduction, le maximum d'explications sur les produits vendus, sur les contextes économiques ou technologiques, sur les autres acteurs importants, clients, fournisseurs, concurrents ou tout autre partenaire de la société. Les exigences de publication incluent également des prévisions sur le futur, en précisant dans un *business plan* à trois ans, la stratégie décidée, le scénario de développement plausible et éventuellement, les risques actuels et potentiels auxquels peut être confrontée la société. Ainsi, les investisseurs sont à même d'apprécier de manière relativement élaborée les perspectives ouvertes par ces différentes valeurs de croissance.

3.3.2. Méthodologie de construction de l'indice

Pour chaque firme, un score de transparence global est calculé. Ce score correspond au total

des points obtenu après la lecture du prospectus d'introduction, tel que :

$$ST_i = \sum_{j=1}^n S_j$$

avec :

- ST_i : le score total de la firme i ,
- n : le nombre d'items dans l'indice,
- S_j : le score de l'item j égal à 1, si l'item est publié et 0 sinon.

⁶ L'instruction de décembre 2001 est celle qui porte sur l'application du règlement n°95-01.

Dans le cadre de notre étude, le nombre des items s'élève à 48⁷. Par ailleurs et afin de surmonter la perte d'information de la communication financière suite à son agrégation dans un seul score, nous nous proposons de calculer pour chaque société introduite, autant de scores que de catégories d'informations susceptibles de figurer dans les prospectus, soit quatre scores :

- le score 1 relatif aux renseignements de caractère général concernant l'entreprise et son capital ;
- le score 2 relatif aux renseignements concernant l'activité de l'entreprise ;
- le score 3 relatif aux renseignements concernant l'organisation et la direction de l'entreprise ;
- le score 4 relatif aux renseignements sur l'évolution récente, les perspectives de développement et les prévisions de l'entreprise.

Le calcul de chacun des quatre scores s'effectue selon la formule ci-dessus, la différence tient au nombre d'items utilisés qui sont respectivement de 11, 20, 7 et 10 items pour les scores 1, 2, 3, et 4, soit un total de 48 items.

4. Analyses et commentaires

Rappelons que notre objectif est d'analyser les pratiques des sociétés introduites en bourse en matière d'information financière insérée dans leurs prospectus. Une telle analyse débouche sur une appréciation (préliminaire) de l'impact de la politique de communication financière sur l'anomalie de la sous-évaluation

4.1. Commentaires sur la politique de communication financière des sociétés introduites en bourse

En se plaçant dans la position d'un investisseur non spécialiste et en analysant le contenu détaillé des 38 prospectus d'introduction, les points suivants peuvent être signalés, qui constituent autant d'axes d'amélioration ou du moins, de réflexion pour les émetteurs. A la lumière de la classification des informations suivie dans la majorité des prospectus, nos commentaires s'articulent autour de quatre catégories d'information.

⁷ Voir annexe pour la liste des items retenus

a) Renseignements de caractère général concernant l'émetteur et son capital

Items	Fréquence de divulgation des items
1- Données chiffrées concernant l'historique de l'entreprise	68,4%
2- Présentation des objectifs	86,8%
3- Discussion sur les actions prises pour la réalisation des objectifs	60,5%
4- Discussion sur les actions que l'entreprise entend prendre dans les années futures pour la réalisation des objectifs	60,5%
5- Présentation d'un échéancier pour atteindre les objectifs	47,4%
6- Législations applicables	31,6%
7-Tableau d'évolution du capital et des droits de vote depuis la création de l'entreprise	94,7%
8-Principales modifications intervenues dans la répartition du capital et des droits de vote intervenues sur plus d'une année	94,7%
9-Répartition du capital et des droits de vote avant et après l'introduction	92,1%
10- Répartition du capital et des droits de vote avant et après l'introduction et après une éventuelle sur-allocation	81,6%
11-Politique de dividendes	26,3%

L'analyse du contenu consacrée aux renseignements généraux sur l'émetteur et son capital révèle qu'il débute toujours par une description de l'historique de l'émetteur, dont l'évolution chiffrée est divulguée par 68,4% des entreprises, le reste relevant d'une description qualitative. La présentation de l'objectif est indiquée par 86,8% des entreprises ; 60,5% d'entre elles présentent également les actions passées effectuées et les actions futures qu'elles projettent de réaliser pour l'accomplissement des objectifs fixés. Par ailleurs, la précision d'un échéancier pour l'atteinte des objectifs est une information supplémentaire fournie par 47,4% des émetteurs. Un manque d'informations est apparent, aussi bien pour la précision des législations applicables que pour la politique de dividendes, dont les proportions respectives de publication par les émetteurs sont de 31,6% et de 26,3%.

b) Renseignements concernant l'activité de l'entreprise

Items	Fréquence de divulgation des items
12- Données chiffrées concernant l'évolution historique du marché	63,2%

Items	Fréquence de divulgation des items
13- Répartition du chiffre d'affaires par principales activités ou par produits et/ ou services	65,8%
14- Présentation du savoir faire de l'entreprise	78,9%
15- Part de marché	55,3%
16- Stratégie de l'entreprise	81,6%
17- Atouts et facteurs clés de succès	89,5%
18- Nature de la clientèle	86,8%
19- Principaux clients de l'entreprise	76,3%
20- Présentation de la répartition du chiffre d'affaires sur les principaux clients	57,9%
21- Solvabilité des clients	44,7%
22- Politique commerciale	55,3%
23- Principaux concurrents	94,7%
24- Savoir faire des concurrents	68,4%
25- Parts de marché des concurrents	47,4%
26- Avantages concurrentiels	42,1%
27- Rang par rapport aux concurrents	26,3%
28- Discussion des barrières à l'entrée	39,5%
29- Existence d'un ou plusieurs risques pour lesquels l'entreprise n'envisage aucune solution	57,9%
30- Politique d'investissement	63,2%
31- Recherche et développement	28,9%

La deuxième catégorie d'informations est celle relative à l'activité de l'émetteur qui, à notre sens, devrait être suffisamment élaborée pour asseoir rapidement la notoriété du titre. Une analyse comparée du contenu des prospectus révèle qu'elle est dans une certaine mesure moins riche. Ainsi, on observe une nette réticence à divulguer l'information concernant la part de marché, dont la proportion de publication n'est que de 55,3%. En outre, bien que 76,3% des entreprises dévoilent leurs principaux clients, seulement 57,9% précisent la contribution de ces clients dans le chiffre d'affaires et 44,7% seulement abordent le problème de leur solvabilité. S'agissant de la politique commerciale, la politique d'investissement et la fonction de recherche et de développement, l'information n'est exposée respectivement, que par 55,3%, 63,2% et 28,9% des entreprises.

Par ailleurs, malgré la règle du secret qui prévaut généralement en matière d'environnement concurrentiel, 47,4% des entreprises indiquent la part de marché des concurrents et 42,1% décrivent leurs avantages concurrentiels. Seulement 26,3% d'entre elles présentent

l'information sur leur rang par rapport aux concurrents et 39,5% discutent des barrières à l'entrée. Sur ce plan, l'information sur les risques revêt pourtant une importance considérable dans le cas des introductions sur le Nouveau Marché. De fait, une information complète sur les zones de sensibilité ne remet pas en cause la valeur du titre, mais renforcerait la confiance dans les valeurs de la nouvelle économie. 57,9 % des entreprises examinées perçoivent l'existence d'au moins un risque pour lequel aucune solution n'a été développée.

c) Renseignements concernant l'organisation et la direction de l'entreprise

Items	Fréquence de divulgation des items
32-Mention des autres mandats sociaux des administrateurs	39,5%
33-Evolution historique de l'effectif sur plus d'une année	76,3%
34-Répartition de l'effectif par qualification	73,7%
35-Répartition de l'effectif par tranche d'âge	26,3%
36-Présentation des actions de motivation	36,8%
37-Budget réservé aux actions de motivation	23,7%
38-Caractéristiques des filiales	57,9%

Les renseignements sur l'organisation et la direction, constituent également une partie du prospectus, dont les détails varient d'une entreprise à l'autre : 36,8% des entreprises mentionnent les actions de motivation développées pour leur personnel, alors que seulement 23,7% précisent le budget réservé à ces actions. De même, seuls 57,9% divulguent des informations sur les caractéristiques de leurs filiales. La propension à divulguer plus d'informations est ressentie au niveau de l'évolution historique de l'effectif, publiée à concurrence de 76,3%, ainsi que l'information sur la répartition de l'effectif par qualification, divulguée à concurrence de 73,7%.

d) Renseignements sur l'évolution récente, les perspectives de développement et les prévisions de l'entreprise

Items	Fréquence de divulgation des items
39- Les tendances récentes les plus significatives	65,8
40- Présentation chiffrée des perspectives d'évolution du marché	65,8
41- Répartition du chiffre d'affaires prévisionnel par produit et/ou service	65,8
42- Présentation des hypothèses sous-jacentes aux prévisions	55,3
43- Existence d'un programme d'investissement prévisionnel	23,7

Items	Fréquence de divulgation des items
44- Discussions de la direction sur la situation financière de l'entreprise	39,5
45- Perspectives d'évolution de la part de marché	23,7
46- Prévisions de concurrents potentiels	39,5
47- Prévision des risques futurs de l'entreprise	60,5
48- Evolution prévisionnelle de l'effectif sur plus d'une année	42,1

Les destinataires de l'information et tout particulièrement les intermédiaires et les intervenants sur les marchés, attendent des commentaires détaillés sur les éléments prévisionnels. Or, seules 55,3% des entreprises ont avancé les hypothèses sous-jacentes à leurs prévisions. S'agissant de la publication de certaines catégories d'informations prévisionnelles, seulement 23,7% des entreprises présentent leurs programmes d'investissements prévisionnels. Cette même proportion est également constatée pour la publication des perspectives d'évolution de la part de marché. La proportion s'élève à 65,8% lorsqu'il s'agit de la divulgation relative aux perspectives d'évolution chiffrée du marché. Enfin, 60,5% des entreprises n'hésitent pas à dévoiler leurs projections, quant à l'arrivée de concurrents potentiels.

4.2. Mesure de l'association entre la sous-évaluation et la transparence informationnelle

Afin de mettre en exergue l'impact de la richesse des informations financières divulguées par les émetteurs sur le degré de la sous-évaluation, nous proposons d'apporter quelques résultats préliminaires sur la nature de l'association entre la sous-évaluation et les différents scores mesurant la transparence informationnelle. Une telle association peut être appréciée dans le tableau 4-1 suivant qui présente les différentes corrélations entre les variables :

	<i>SE</i>	<i>Score 1</i>	<i>Score 2</i>	<i>Score 3</i>	<i>Score 4</i>	<i>Score total</i>
<i>SE</i>	1	-0,403**	-0,682***	-0,184	-0,11***	-0,776***
<i>Score 1</i>		1	0,220	0,184	0,227	0,652***
<i>Score 2</i>			1	0,154	0,331**	0,690***
<i>Score 3</i>				1	0,224	0,515***
<i>Score 4</i>					1	0,661***
<i>Score total</i>						1

Tableau 4-1 : matrice de corrélation des scores (coefficient de Pearson)

** corrélation significative au niveau 0,05

*** corrélation significative au niveau 0,01

SE désigne la Sous-évaluation à l'introduction

Les corrélations entre la sous-évaluation et les différents scores concordent avec le sens de l'hypothèse postulée, selon laquelle un accroissement de la transparence impliquerait une atténuation du degré de la sous-évaluation. En effet, on peut remarquer une corrélation significative à un seuil de risque de 1% entre la sous-évaluation et le score total. Ceci suggère que ce sont les entreprises divulguant les informations les plus riches qui bénéficient d'une moindre sous-évaluation.

La décomposition du score total en sous scores met en exergue les types d'informations qui ont le plus d'impact. C'est ainsi que seuls les coefficients de corrélation relatifs aux scores 1, 2 et 4 sont significatifs, alors que la corrélation entre le score 3 et la sous-évaluation, bien que conforme au sens de l'hypothèse, n'est pas significative. En fait, à un seuil de risque de 5%, l'association entre la sous-évaluation et les renseignements relatifs à l'émetteur et son capital est significative, démontrant que, bien qu'ils sont de portée générale, ces informations agissent sur la réaction des investisseurs et donc sur la valorisation boursière. Par ailleurs, la corrélation est d'autant plus forte avec les renseignements sur l'activité de l'émetteur ainsi qu'avec les informations prévisionnelles où les seuils de risque relatifs aux scores 2 et 4 sont de l'ordre de 1%. Ceci révèle que les investisseurs accordent plus d'intérêt aux informations et aux développements permettant de comprendre l'activité de l'entreprise. De même ils attachent une grande importance à toute information portant sur les perspectives de développement de l'entreprise ainsi qu'à toute divulgation prévisionnelle. Par conséquent, la fourniture du maximum de détails sur ces deux catégories d'informations contribue à réduire tout écart éventuel entre le prix d'introduction et le premier cours de cotation.

Enfin, la non signification de la corrélation entre la sous-évaluation et le score 3 montre bien que la divulgation d'informations sur la direction et l'organisation de l'émetteur n'attire guère l'attention du marché et ne fournit aucun apport informationnel susceptible d'influencer la valorisation boursière.

5. Conclusion

Au terme de ce travail, nous tenons à rappeler que notre objectif initial était d'apporter une synthèse sur le degré de transparence des sociétés introduites sur le Nouveau Marché. Nous sommes partis du principe qu'une introduction en bourse devrait être accompagnée par une adaptation de sa politique de communication financière aux exigences du marché. De fait, toute information financière diffusée à ce moment clé est scrutée par les instances réglementaires, les investisseurs, les analystes et la communauté financière, en général. Un tel

constat est plus appuyé dans le contexte spécifique du Nouveau Marché, compte tenu des nombreuses incertitudes qui pèsent sur les sociétés introduites. Ainsi, peu d'entre elles possédaient d'historique long permettant aux investisseurs d'évaluer leur situation financière et leur potentiel de développement. Toutefois, force est de constater que la divulgation comptable est limitée par deux aspects antagonistes : le respect des textes légaux et réglementaires, d'une part et la légitime confidentialité des opérations, d'autre part. Or, la conciliation entre ces deux enjeux constitue un enjeu difficile à tenir pour toute société candidate à l'introduction.

Confrontées aux résultats de l'analyse détaillée du contenu de 38 prospectus relatifs à des introductions effectuées sur le Nouveau Marché, ces réflexions apparaissent confirmées par le comportement des entreprises sur le plan de leur communication financière. L'analyse révèle que les entreprises opèrent une nette sélection dans la divulgation des informations : les objectifs et l'échéancier de leur réalisation, les législations applicables, la politique de dividendes, la fonction de recherche et de développement, la politique d'investissement, le positionnement sur le marché, l'environnement concurrentiel, les hypothèses sous-jacentes aux prévisions sont autant d'informations qui ne sont pas publiées par toutes les entreprises.

Bien que la littérature comptable et financière mette en exergue l'importance de la communication financière sur les anticipations des investisseurs et donc sur la valorisation boursière, on perçoit une certaine réticence à « jouer le jeu » de la transparence financière. C'est ainsi que nous nous sommes penchés dans un second temps, sur la nature de l'association entre l'offre d'information et la sous-évaluation, en supposant au départ une corrélation négative. A partir de la construction d'un score de divulgation, couramment appliqué aux rapports annuels, mais adapté aux prospectus d'introduction, nous avons constaté que les entreprises les plus transparentes (donc ayant les scores les plus élevés) ont effectivement bénéficié d'une moindre sous-évaluation (qui s'élève pour l'échantillon et pour la période étudiée à 9,828 %).

La décomposition du score total en sous-scores montre également que les informations détaillées sur l'émetteur et son capital contribuent à atténuer le degré de la sous-évaluation. Le même impact est corroboré avec une divulgation détaillée de renseignements sur l'activité, les perspectives de développement et les prévisions de l'entreprise. Enfin, il est intéressant de

noter que les informations concernant la direction et l'organisation de l'entreprise n'ont pas un effet significatif sur le poids de la sous-évaluation.

L'ensemble de ces résultats, encore préliminaires, nous permettent néanmoins d'avancer certaines réflexions. Ainsi, la vague d'introductions en bourse qui a caractérisé le Nouveau Marché a été imputée entre autres, à l'enthousiasme accordé aux valeurs de la nouvelle économie. Une telle hypothèse laisserait à penser que les investisseurs et la communauté financière d'une manière générale, n'ont pas accordé d'intérêt aux informations financières des émetteurs. Or, d'après nos résultats, il s'avère qu'une communication financière bien élaborée et opportunément divulguée apparaît bien être de nature à établir un climat de confiance entre l'émetteur et le grand public, permettant ainsi, d'atténuer le problème de l'asymétrie informationnelle. Une communication correcte s'est ainsi traduite par un renforcement de la notoriété du nouveau titre, une meilleure valorisation boursière et donc une faible sous-évaluation. De tels constats appellent les entreprises envisageant une introduction en bourse, à accorder plus de précisions dans la diffusion de l'information et à fournir un effort permanent dans l'amélioration de leur communication financière.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Allen, F. et Faulhaber G. (1989), « Signalling by underpricing in the IPO market », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 303-323.
- Amihud Y. et Mendelson H. (1986), « Asset pricing and bid-ask spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, pp. 223-249.
- Ang J. et Brau J. (2002), « Firm transparency and costs of going public », *Journal of Financial Research*, vol. 25, pp. 1-17.
- Baron D. (1982), « A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues », *Journal of Finance*, vol. 37, pp. 955-976.
- Benveniste L. M. et Sprindt P. A. (1989), « How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 343-361.
- Bertrand F. (2000), « Transparence de l'information : les stratégies de communication financière des grandes sociétés françaises cotées », *Thèse en Sciences de Gestion*, Institut d'Administration des Entreprises, Université Aix-Marseille III.
- Boisselier P et Dufour D. (2004), « Bulle financière et introduction des sociétés Internet au Nouveau Marché : les actionnaires initiaux ont-ils été opportunistes ? », *XXV^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*.
- Botosan C. (1997), « Disclosure level and the cost of equity capital », *The Accounting Review*, vol. 72, n°3, july, pp. 323-349.

- Botosan C. et Plumlee M. (2000), « A re-examination of disclosure level and expected cost of capital », *Working Paper*, University of Utah, 19 p.
- Broye G. et Schatt A. (2003), « Pourquoi certains actionnaires cèdent plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse », *Banque et Marchés*, vol. 65, pp. 29-35.
- Carter R., Dark F. et Singh A. (1998), « Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks », *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 285-311.
- Cerf A. R. (1961), « Corporate Reporting and Investment Decisions », Berkeley, University of California Press.
- Chemmanur T. J. (1993), « The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production », *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 285-304.
- Chow C.W. et Wong-Boren A. (1987), « Voluntary financial disclosure by Mexican corporations », *The Accounting Review*, vol. LXII, n° 3, july, pp. 533-541.
- Clarkson P. M., Dontoh A., Richardson G. et Sefcik S. E. (1992), « The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses », *Contemporary Accounting Research*, vol. 8, pp. 601-626.
- COB (2001), « Instruction relative à la prise en application du règlement n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau Marché », décembre, 41p
- COB (1996), « Règlement n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau Marché », homologué par arrêté du 28 /12/1995, *Journal officiel du 10/01/1996*, 21 p.
- COB (1999), « Règlement n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée », homologué par arrêté du 22/01/1999, *Journal officiel du 02/03/1999*, 18p.
- Cooke T. E. (1989), « Disclosure in the corporate annual report of Swedish companies », *Accounting and Business Research*, vol. 19, n° 74, pp. 113-124.
- Cooke T. E (1992), « The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations », *Accounting and Business Research*, vol. 22, n° 87, pp. 229-237.
- Core J. (2001), « A review of the empirical disclosure literature: Discussion », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 441-456.
- Daily C. M., Certo S. T., Dalton D. R. et Roengpitya R. (2003), « IPO underpricing-A Meta-analysis and reserch synthesis », *Entrepreneurship theory and Practice*, spring, pp. 271-295.
- Depoers, F. (1999), « Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'information des sociétés cotées », *Thèse en Sciences de Gestion*, Université de Paris IX-Dauphine.
- Diamond D et Verrecchia R. (1990), « Disclosure, liquidity, and the cost of capital », *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1325-1359.
- Dye R. (2001), « An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 181-235.
- Fishman M. et Hagerty K. (1989), « Disclosure decisions by firms and the competition of price efficiency », *Journal of Finance* , vol. 44, pp. 633-646.
- Handa P. et Linn S. (1993), « Arbitrage pricing with estimation risk », *Journal of Financial Economics*, March, pp. 81-100.

- Healy L. et Palepu K. (2001), « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 405-440.
- Hossain M., Tan L. et Adams M. (1994), « Voluntary disclosure in an emerging capital market : some empirical evidences from companies listed on the Kuala Lumpur stock exchange », *The International Journal of Accounting*, vol. 29, n°4, pp. 334-351.
- Gibbins M., Richardson A. et Waterhouse J. (1990), « The management of corporate financial disclosure: theory and perspectives », *Journal of Accounting Research*, vol. 28, n° 1, spring, pp. 121-143.
- Grinblatt M. et Hwang C. (1989), « Signaling and the pricing of new issues », *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 393-420.
- Hail L. (2002), « The impact of voluntary disclosures on the ex-ante cost of capital for swiss firms », *The European Accounting Review*, vol. 11, pp. 741-773.
- Healy P. et Palepu K. (1995), « The challenges of investor communication: the case of CUC international Inc. », *The Journal of Financial Economics*, vol. 38, pp. 111-140.
- Healy P. et Palepu K. (2001), « A review of empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 405-440.
- Ibbotson R. G. (1975), « Price performance of Common Stock new issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 235-272.
- Lee P., Stephen L. T. et Walter T. S. (1999), « IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 34, pp. 425-444.
- Leland H., Pyle D. (1977), « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-387.
- Loughran T., Ritter J. et Rydqvist K. (1995), « Initial public offerings: international insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, pp. 165-199.
- Loughran T. et Ritter J. (2002), « Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? », *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 413-443.
- Merton R. (1987), « A simple model of capital market equilibrium with incomplete information », *Journal of Finance*, vol. 42, Juillet, pp. 483-510.
- Michaïlesco C. (1998), « Contribution à l'étude des déterminants de la qualité d'information comptable diffusée par les entreprises françaises », *Thèse en Sciences de gestion*, Université de Paris IX-Dauphine.
- Mikkelsen W. et Partch M. et Shah K. (1997), « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics*, vol. 44, pp. 281-307.
- Muscarella C. et Vetsuypens M. (1989), « The underpricing of second initial public offerings », *Journal of Financial Research*, vol. 12, pp. 183-192.
- Myers S. et Majluf N. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 187-221.
- Pagano M., Panetta F. et Zingales L. (1998), « Why do companies go public : an empirical analysis », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, pp. 27-63.
- Raffournier B. (1995), « The determinants of voluntary financial disclosures by swiss listed companies », *The European Accounting Review*, vol. 4, n° 2, pp. 261-280.

- Ritter J. (1984), « Signaling and the valuation of unseasoned new issues: A comment », *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 1231-1237.
- Ritter J. et Welch I. (2002), « A review of IPO activity, pricing, and allocations », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1795-1828.
- Roc, K. (1986), « Why new issues are underpriced? », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 187-212.
- Schatt A et Broye T. (2001), « Modification de la structure de propriété valorisation des entreprises introduites en bourse », *Banque et Marchés*, n° 55, pp. 19-29.
- Schrand C. et Verrecchi, R. (2002), « Disclosure choice and the cost of capital: Evidence from underpricing in initial public offerings », *working paper*, University of Pennsylvania, 27p.
- Schultz P. (1993), « Unit initial public offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, pp. 199-229.
- Singhvi S.S. et Desai H.B. (1971), « An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure », *The Accounting Review*, january, pp. 129-138.
- Titman S. et Trueman, B. (1986), « Information Quality and the Valuation of New Issues », *Journal of Accounting and Economics*, June, pp. 159-172.
- Verrecchia R. (2001), « Essays on disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 97-180.
- Welch I. (1989), « Seasoned offerings, initiation costs and the underpricing of initial public offering », *The Journal of Finance*, vol. 44, n° 2, pp. 421-499.
- Welker M. (1996), « Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets », *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, spring, pp. 801-827.

ANNEXE : LISTE DES ITEMS RETENUS

• Renseignements concernant l'émetteur et son capital
1- Données chiffrées concernant l'historique de l'entreprise
2- Présentation des objectifs
3- Discussion sur les actions prises pour la réalisation des objectifs
4- Discussion sur les actions que l'entreprise entend prendre dans les années futures pour la réalisation des objectifs
5- Présentation d'un échéancier pour atteindre les objectifs
6- Législations applicables
7- Tableau d'évolution du capital et des droits de vote depuis la création de l'entreprise
8- Principales modifications intervenues dans la répartition du capital et des droits de vote intervenues sur plus d'une année
9- Répartition du capital et des droits de vote avant et après l'introduction
10- Répartition du capital et des droits de vote avant et après l'introduction et après une éventuelle sur-allocation
11- Politique de dividendes
• Renseignements concernant l'activité de l'entreprise

12- Données chiffrées concernant l'évolution historique du marché
13- Répartition du chiffre d'affaires par principales activités ou par produits et/ ou services
14- Présentation du savoir faire de l'entreprise
15- Part de marché
16- Stratégie de l'entreprise
17- Atouts et facteurs clés de succès
18- Nature de la clientèle
19- Principaux clients de l'entreprise
20- Présentation de la répartition du chiffre d'affaires sur les principaux clients
21- Solvabilité des clients
22- Politique commerciale
23- Principaux concurrents
24- Savoir faire des concurrents
25- Parts de marché des concurrents
26- Avantages concurrentiels
27- Rang par rapport aux concurrents
28- Discussion des barrières à l'entrée
29- Existence d'un ou plusieurs risques pour lesquels l'entreprise n'envisage aucune solution
30- Politique d'investissement
31- Recherche et développement
• Renseignements concernant l'organisation et la direction de l'entreprise
32- Mention des autres mandats sociaux des administrateurs
33- Évolution historique de l'effectif sur plus d'une année
34- Répartition de l'effectif par qualification
35- Répartition de l'effectif par tranche d'âge
36- Présentation des actions de motivation
37- Budget réservé aux actions de motivation
38- Caractéristiques des filiales
• Renseignements sur l'évolution récente, les perspectives de développement et les prévisions de l'entreprise
39- Les tendances récentes les plus significatives
40- Présentation chiffrée des perspectives d'évolution du marché
41- Répartition du chiffre d'affaires prévisionnel par produit et/ou service
42- Présentation des hypothèses sous-jacentes aux prévisions
43- Existence d'un programme d'investissement prévisionnel
44- Discussions de la direction sur la situation financière de l'entreprise
45- Perspectives d'évolution de la part de marché
46- Prévisions de concurrents potentiels
47- Prévision des risques futurs de l'entreprise
48- Evolution prévisionnelle de l'effectif sur plus d'une année

